



INFORME MACROECONÓMICO

Noviembre de 2019 / N°: 262

La herencia macroeconómica en 2015 y
2019





SUMARIO

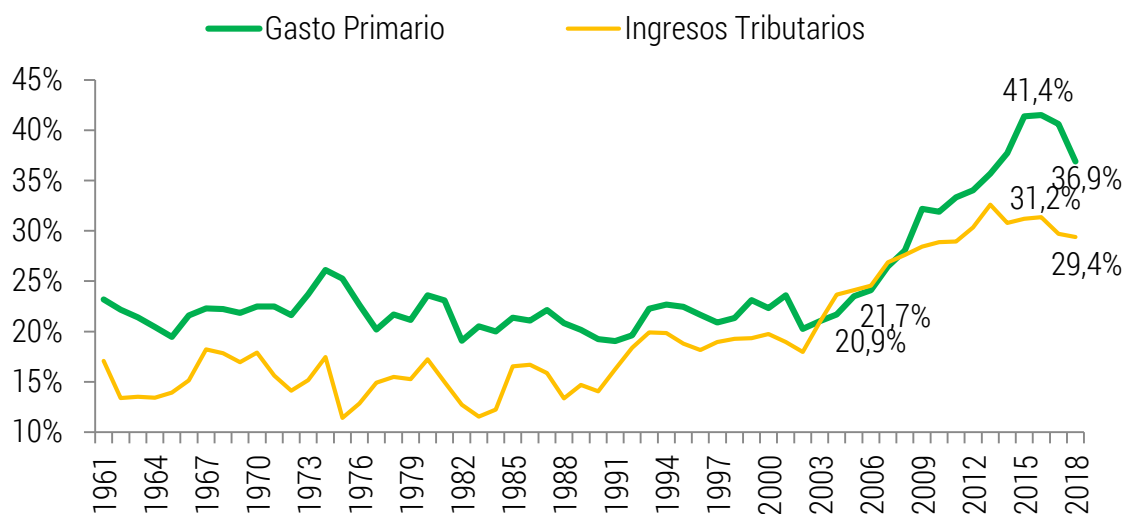
- **LA ECONOMÍA A FINES DE 2015:** La administración de Mauricio Macri heredó a fines de 2015 una situación delicada. En efecto, la economía permaneció estancada durante el segundo mandato de Cristina Kirchner, pero la principal complicación radicaba en una serie de inconsistencias cuya corrección era ya impostergable y difícilmente podía darse sin costos en términos de actividad, empleo e inflación, entre otros.
- **LA ECONOMÍA A FINES DE 2019:** la herencia del próximo Gobierno será distinta a la de 2015, con precios relativos (tarifas, dólar) más alineados y con la situación fiscal en vías de corrección. Sin embargo, se verifica en paralelo una situación social de mayor deterioro, niveles de inflación más elevados y la problemática de la deuda latente para los próximos años.



LA ECONOMÍA A FINES DE 2015

La administración de Mauricio Macri heredó a fines de 2015 una situación delicada. En efecto, la economía permaneció estancada durante el segundo mandato de Cristina Kirchner, pero la principal complicación radicaba en una serie de inconsistencias cuya corrección era ya impostergable y difícilmente podía darse sin costos en términos de actividad, empleo e inflación, entre otros. Sintéticamente, a fines de 2015 se verificaba el déficit fiscal más elevado desde los 80, agravado por darse en el contexto de la presión tributaria más alta de la historia del país, junto con un tipo de cambio sumamente apreciado y una inflación que llevaba ya 11 años por encima de los 2 dígitos. Sin embargo, la administración dejaba también un nivel de deuda pública relativamente bajo, que ofrecía una alternativa para ganar tiempo mientras que se abordaba la corrección de los desequilibrios, anteriormente mencionados.

Ingresos y gastos del estado (Nacional y Provincial) – % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Ministerio de Hacienda, INDEC y O.J. Ferreres.

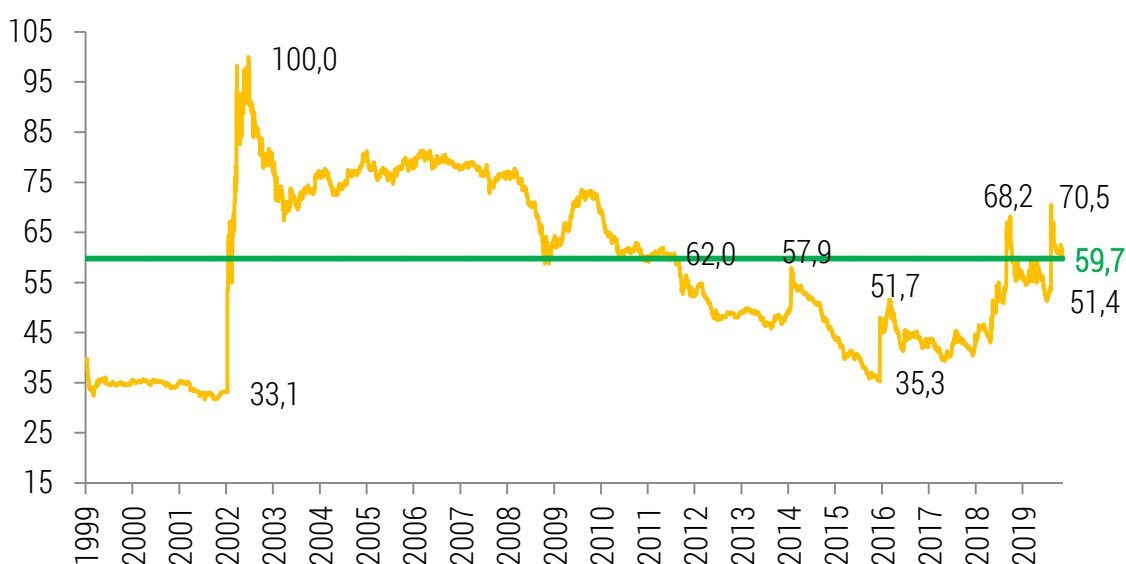
Comenzando por la situación fiscal, el Gobierno Nacional tuvo en 2015 un rojo equivalente a 5,1% del PBI (3,8% del PBI sin contar intereses). Si además se añade el rojo fiscal provincial, se llega a un déficit total de 6% del PBI¹, el más elevado desde los 80. Por añadidura, la presión tributaria, que se define como la porción del ingreso nacional que el estado recauda vía impuestos, alcanzaba 31,2% del PBI, el nivel

¹ Para un análisis más detallado de la problemática fiscal ver <https://www.crea.org.ar/informe-macroeconomico-n-235/>



más elevado para la historia argentina. En ese sentido, se debe tener en cuenta que la presión tributaria era de 18,3% del PBI en los 90 y de 15,4% del PBI 1960 y 1975, tomando en ambos casos un valor promedio. Al margen de las distorsiones que introduce una carga tributaria elevada, en perspectiva histórica y respecto a la región, el déficit fiscal también genera la necesidad de financiarlo, teniendo en cuenta que de algún modo debe cubrirse la diferencia entre ingresos y gastos. Así, el financiamiento vía emisión monetaria del déficit fiscal es un factor clave para comprender la dinámica inflacionaria de los últimos años de la administración 2003-2015.

Tipo de cambio real



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

En el frente externo, uno de los problemas más inmediatos era un tipo de cambio real² (TCR) sumamente apreciado. En efecto, como puede verse en el gráfico anterior, el TCR heredado, que daba una competitividad equivalente a la de tener el dólar hoy a 35,3 ARS / USD, era muy similar al vigente durante la convertibilidad, que generó una serie de importantes dificultades macroeconómicas, como el fuerte déficit externo y la dependencia de los flujos de deuda debido a su excesiva fortaleza. Otros indicadores de que el nivel de tipo de cambio era problemático, eran que su sostenimiento requería de controles tanto cambiarios como a las importaciones. Incluso pese a ello, el BCRA perdía reservas de forma persistente

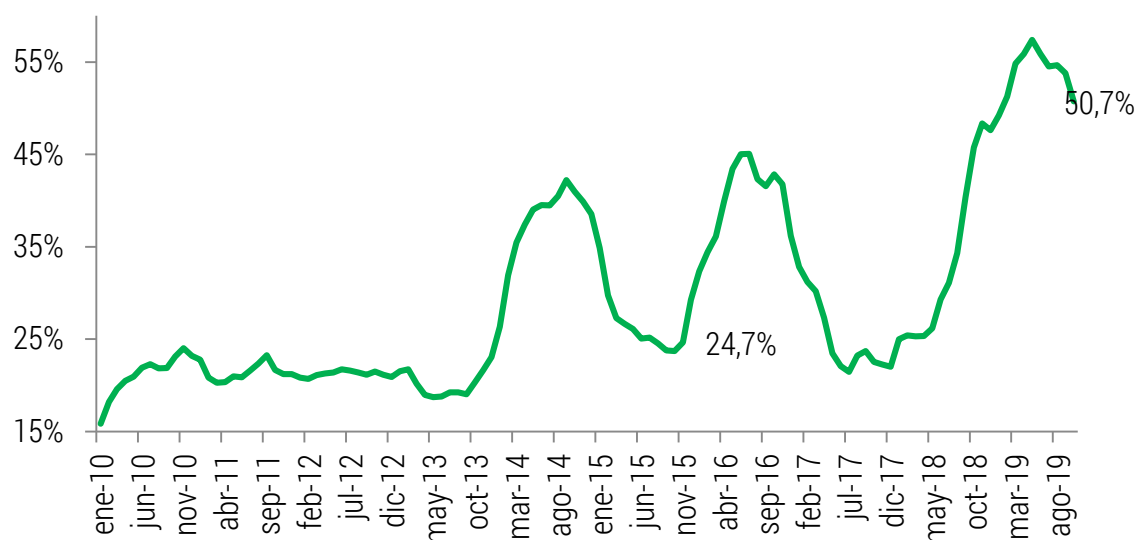
² Cabe recordar que el indicador se elabora tomando no solo el tipo de cambio local, sino también el de nuestros socios comerciales, siendo que si un socio comercial devalúa perdemos competitividad si todo lo demás permanece constante. Además, se tiene en cuenta la inflación de Argentina y de sus socios, dado que la mayor alza de precios local respecto al mundo deteriora la competitividad si la cotización del dólar no compensa la diferencia en lo que popularmente se conoce como "inflación en dólares".



por efecto de las intervenciones cambiarias, los pagos de deuda y el boom del turismo en el exterior, entre otros motivos. Más en detalle, entre 2011 y 2015 las reservas disminuyeron USD19.980 millones.

Dada la trayectoria del tipo de cambio, pero también políticas adicionales como los permisos de exportación o la vigencia de derechos de exportación, no sorprende que entre 2011 y 2015 la performance de las ventas externas de Argentina haya sido muy negativa. En efecto, de exportar USD82.981 millones en 2011 se pasó a exportar USD56.789 millones en 2015. Por supuesto, existen otros factores que inciden más allá de las políticas locales a los exportadores, como la recesión en Brasil (principal comprador de productos industriales) o la caída en los precios de las commodities. Sin embargo, si miramos las cantidades exportadas, para abstraernos del efecto de la caída de los precios internacionales, de todas formas se registra una caída de 16% entre 2011 y 2015. Teniendo en cuenta que el crecimiento sostenido requiere de importaciones de insumos y maquinarias y que, a su vez, la fuente de dólares genuinos son las exportaciones, la dinámica observada entre 2011 y 2015 es sumamente negativa. En ese sentido, se trata de uno de los factores más importantes que explica el estancamiento de la actividad económica en el periodo, que mostró un crecimiento del PBI de solo 1,5%, que se traduce en una caída en términos per cápita.

Inflación – variación interanual



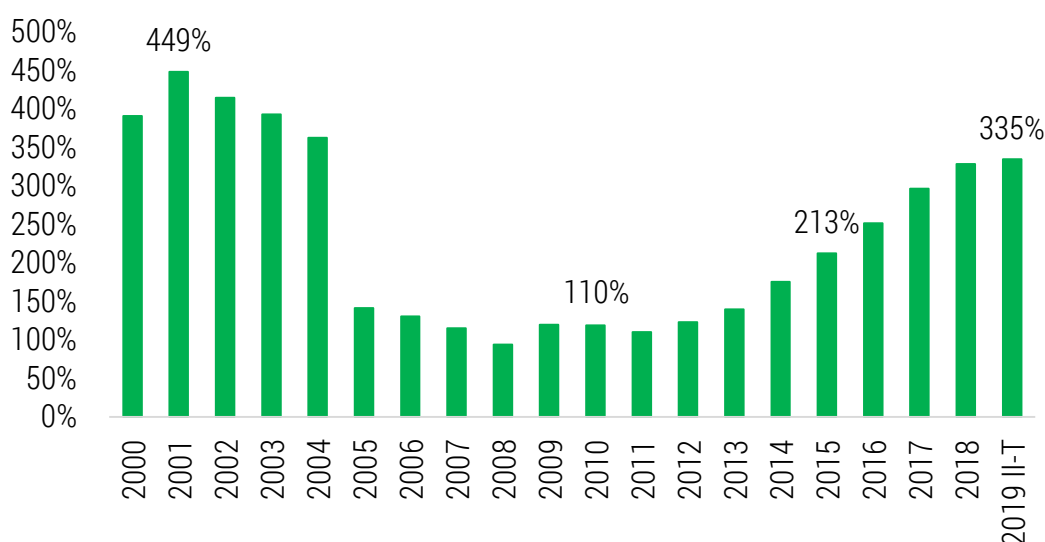
Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC, IPC CABA e IPC San Luis.

Otra herencia de la administración anterior fue el retorno de los problemas inflacionarios, luego que fueran eliminados por la convertibilidad. Puntualmente, al momento del cambio de Gobierno, la inflación



rondaba 25% anual³, con la complicación adicional que las tarifas de los servicios públicos se encontraban en sus niveles históricamente más bajos⁴ y, además, como vimos anteriormente, el tipo de cambio estaba sumamente apreciado, con perspectiva de subir en el corto plazo. Así, la inflación era de 25% anual, aunque con un componente “reprimido” vía tarifas y dólar. En términos más técnicos, se dice que los precios relativos estaban desalineados, lo que produce un difícil punto de partida para una desinflación posterior.

Ratio deuda externa / exportaciones



Fuente: Movimiento CREA en base a Sec. de Finanzas.

Sin embargo, al margen de estas dificultades, un consenso en 2015 era que un aspecto positivo radicaba en el nivel de endeudamiento relativamente bajo, que abría la posibilidad de financiarse y ganar tiempo para corregir los desequilibrios heredados. En alguna medida, ello era cierto, sin embargo, la dinámica de crisis posterior y algunos indicadores alternativos parecen apoyar la postura de quienes, minoritariamente, señalaban que el endeudamiento del país a fines de 2015 no era tan bajo. En efecto, como puede verse en el gráfico, el ratio deuda externa / exportaciones, que se toma como indicador de sostenibilidad porque son las ventas externas quienes proveen los dólares para afrontar los vencimientos de capital, se duplicó entre 2011 y 2015 producto mayormente de la pobre performance exportadora reseñada.

³ Promedio de IPC CABA e IPC San Luis.

⁴ De acuerdo al trabajo realizado por FIEL, ver http://www.fiel.org/publicaciones/Documentos/DOC_TRAB_1431636145020.pdf

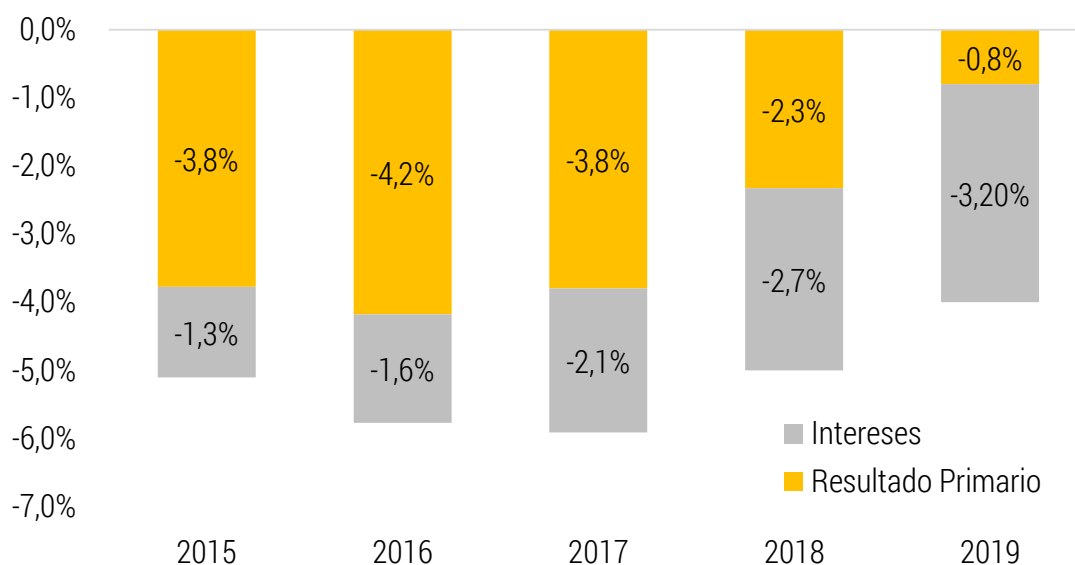


En suma, a fines de 2015 se acumulaban una serie de inconsistencias que requerían de urgente corrección, no obstante lo cual, el Gobierno logró entregar el mandato sin una crisis abierta. Entre los desequilibrios heredados, el bajo TCR y el importante déficit fiscal sobresalían como los más importantes, a lo que se debe añadir la caída de las exportaciones y una inflación superior a los dos dígitos desde hace más de una década. Sin embargo, como contrapartida de estas dificultades, se disponía de un nivel de endeudamiento que se consideraba como relativamente bajo y ofrecía la posibilidad de financiarse y ganar tiempo para afrontar las correcciones.

LA ECONOMÍA A FINES DE 2020

Dada la situación inicial, la idea que pareció prevalecer fue que la estrecha victoria en las elecciones no daba margen político para una corrección brusca (de shock) de los desequilibrios heredados. Esta visión se reflejó especialmente en la dinámica del déficit fiscal, que se iría reduciendo paulatinamente y, mientras tanto, se recurriría a financiarlo con deuda pública en lugar de emisión monetaria. En el frente cambiario, la corrección fue más rápida y se puso fin a las restricciones, unificando la cotización oficial y paralela, lo que implicó una importante depreciación del peso en el primer año de Gobierno. En paralelo, se tenía la visión de que era factible bajar rápidamente la inflación, incluso pese al desalineamiento del dólar y de las tarifas de los servicios públicos, sumados a la decisión de equilibrar las finanzas públicas de forma gradual.

Resultado fiscal nacional (ingresos menos gastos) - % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Sec. de Hacienda y estimaciones de mercado.



Una diferencia importante entre la práctica y el diagnóstico fue la evolución de la política fiscal. En efecto, hasta la segunda mitad de 2017, la política fiscal fue, de hecho, expansiva e incluso se amplió el déficit fiscal heredado. Más aún, se debe tener en cuenta que en esos años se registraron los ingresos fiscales extraordinarios del muy exitoso blanqueo de capitales (1,3% del PBI en 2016 y 0,5% del PBI en 2017), sin los cuales, ceteris paribus, la situación de las cuentas públicas hubiese sido peor. Sintéticamente, el motivo que explica la dinámica es la implementación de la reparación histórica a jubilados, que incrementó significativamente las erogaciones en la partida, a lo que se añadió la menor recaudación producto de las rebajas impositivas. Por supuesto, puede argumentarse que muchas de estas medidas eran urgentes teniendo en cuenta la situación descrita en la sección anterior, presión tributaria en records históricos y caída de las exportación. Otra forma de verlo es que el error radicó en no tener una política de reducción de gastos que compense el efecto de las medidas. En cualquier caso, en términos prácticos, el resultado observado es que, hasta mediados de 2017, el déficit no se redujo e incluso se amplió levemente.

No obstante ello, la situación cambió desde mediados de 2017, cuando la política fiscal se tornó contractiva y comenzó la reducción del déficit, que en buena medida se logró mediante el aumento de los derechos de exportación, aunque también se observó una reducción del gasto. En ese sentido, se estima que 2019 finalizará con un rojo primario de 0,8% del PBI (vs 3,8% en 2015) y el déficit total nacional, considerando intereses, rondaría 4% del PBI (vs 5,1% en 2015). Es importante señalar que en la actualidad el déficit fiscal pasa principalmente por el pago de intereses, que se vieron impulsados por la depreciación al estar en gran medida nominados en dólares, cuyo monto a pagar podría verse reducido si el próximo Gobierno opta por una renegociación de la deuda que incluya una quita. Así, los problemas fiscales no están aún resueltos, pero ciertamente se han hecho avances relevantes. Otra herencia favorable en el plano fiscal es la reducción de los subsidios económicos (a las tarifas de luz, gas etc), que de acuerdo a datos de ASAP⁵ pasaron de representar 3,1% del PBI en los primeros 9 meses de 2015 a 1,1% del PBI en igual periodo de 2019, lo que permitirá al próximo Gobierno no tener que aumentar tan fuertemente las tarifas de los servicios públicos.

Sin embargo, el giro en la política fiscal no fue lo suficientemente rápido como para evitar el fuerte endeudamiento que se dio entre 2016 y principios de 2018. En efecto, en cada periodo, el déficit fiscal se debe financiar con emisión monetaria o con emisión de deuda (o una combinación de ambas). En ese sentido, el Gobierno optó por reducir el financiamiento monetario del déficit en pos de reducir la inflación, dejando como alternativa las colocaciones de deuda. A su vez, dado que el mercado financiero local es

⁵ Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Pública.



de tamaño reducido, gran parte de esas colocaciones se hicieron en moneda extranjera. Más en detalle, a fines de 2015, el Gobierno Nacional adeudaba el equivalente a USD121.908 millones a organismos multilaterales y el sector privado, mientras que para el segundo trimestre de 2019 la cifra ascendía a USD214.999 millones, producto de la comentada financiación del déficit fiscal sumada al arreglo con los holdouts y la re financiación de deudas pre existentes.

En este marco, el éxito de la estrategia inflacionaria fue, en el mejor de los casos, limitado, con una aceleración de la inflación en 2016 y una baja en 2017 que la dejó situada apenas por debajo de los valores de 2015. Luego, siguió la crisis y la depreciación del tipo de cambio, que produjo una aceleración de la variación en los precios, que en la actualidad ronda el 50% anual y es superior a la observada previo a 2015. En cuanto a los motivos del comportamiento, una postura resalta que el error radicó en el excesivo optimismo y en subestimar al atraso del tipo de cambio y las tarifas como factores que iban a dificultar la desinflación. La explicación por parte de las autoridades del BCRA de ese momento⁶, señala que la política fiscal “blanda”, comentada anteriormente, era incompatible con una desinflación rápida porque por un lado, forzaba a una cierta emisión de pesos para financiar de manera directa al tesoro y, por otro, también generaba emisión al comprar el BCRA los dólares ingresados al país producto de las emisiones de deuda. Ambos factores, sumados a la interferencia política en diciembre de 2017, son los que habrían impedido a la política monetaria ser más efectiva y también habrían sido determinantes en la crisis posterior.

La dinámica del endeudamiento externo se interrumpió abruptamente a principios de 2018, cuando un contexto internacional más adverso puso en evidencia la fragilidad de la economía local. Al margen del endeudamiento público, otro factor significativo para explicar la crisis fue la liberalización de los flujos de capitales, que añadió volatilidad a la economía local al generar ingresos de capitales de corto plazo por USD9.933 millones en 2017, que se convirtieron en egresos por USD6.184 millones en 2018. Así, en primera instancia estimularon el crecimiento de la actividad local, para luego ser un factor relevante en la presión sobre el tipo de cambio y la recesión.

Más allá de la dinámica de corto plazo de los últimos años, se viene abordando en los últimos Informes⁷, el saldo de la recesión sería una contracción del PBI de 5,4% desde 2017, de acuerdo a estimaciones de mercado. Los costos sociales de la contracción de la economía no pueden determinarse de manera precisa debido a la nula confiabilidad de las cifras de pobreza y desempleo del INDEC en 2015. Sin embargo, valiéndose de fuentes alternativas, de acuerdo a la UCA, en 2015, la pobreza alcanzaba a 29%

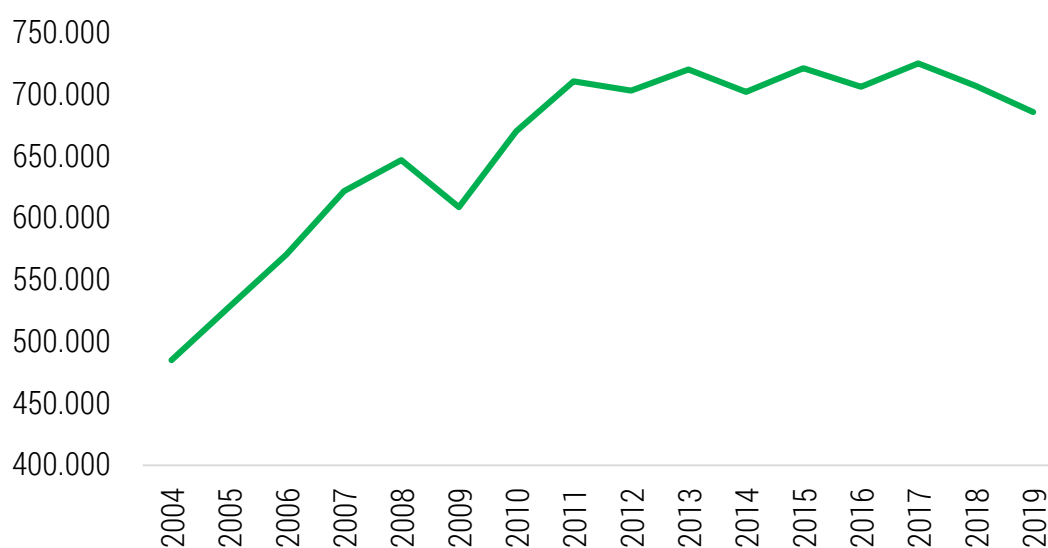
⁶ <https://www.americasquarterly.org/content/yes-macri-failed-economy-it-wasnt-all-naught>

⁷ Ver por ejemplo <https://www.crea.org.ar/informe-macroeconomico-n-260/>



de los argentinos, mientras que asciende a 37% al día de hoy. En igual sentido, de acuerdo a datos de la Secretaria de Trabajo, desde fines de 2015 a hoy se perdieron 162 mil puestos de trabajo formal y, según el INDEC, la tasa de desempleo asciende a 10,6% al segundo trimestre, aunque, en este último caso, no puede saberse a ciencia cierta a cuanto ascendía en 2015.

PBI – millones de ARS de 2004.



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC.

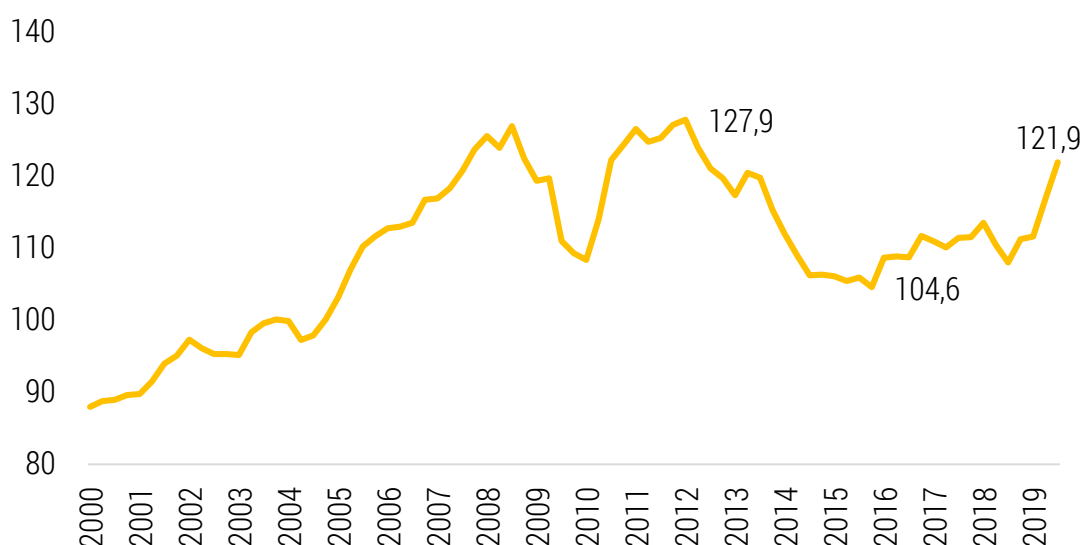
El saldo positivo de la crisis es la fuerte corrección del TCR (ver sección anterior), que creció 69% y, si bien es difícil determinar si se trata de un valor razonable o “de equilibrio”, ciertamente ya luce más elevado en perspectiva histórica y no se encuentra en línea con el registrado durante el episodio de mayor apreciación cambiaria de la historia reciente (la convertibilidad).

Otro resultado favorable fue la reversión de la dinámica negativa que las exportaciones venían mostrando hasta 2015, en el marco de un tipo de cambio más elevado, de la eliminación de las restricciones cuantitativas a la exportación. En millones de dólares, las exportaciones pasaron de USD56.789 millones a USD64.044 millones en los últimos 12 meses. Más aún, la performance medida en cantidades fue algo mejor, teniendo en cuenta que los precios de las exportaciones, bajaron 3,4% desde 2015. En efecto, medidas en cantidades, las exportaciones se incrementaron 16,6% desde 2015, resultado en el que tuvieron un rol destacado algunos productos que estuvieron entre los más afectados por los controles a la exportación, como el trigo (200% de crecimiento entre 2015 y 2019) o la carne (176% de crecimiento entre 2015 y 2019). Como comentábamos en la sección anterior, el crecimiento de las exportaciones es fundamental para financiar las importaciones de insumos y maquinarias que el



país necesita para desarrollarse pero, además, para proveer los dólares necesarios para el pago de la deuda.

Evolución de las cantidades exportadas – 2004 = 100



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC.

En suma, las principales herencias positivas que deja el actual Gobierno son la corrección del TCR, el crecimiento de las exportaciones y los avances en la reducción del déficit primario y los subsidios económicos. En los aspectos negativos, resalta el costo en términos de actividad, empleo y pobreza de la recesión desencadenada por el salto devaluatorio de 2018 y 2019. Además, la inflación se encuentra hace ya más de un año en niveles más elevados a los heredados y el fuerte endeudamiento también es un condicionante para la próxima administración. Así, la herencia del próximo Gobierno será distinta a la de 2015, con precios relativos (tarifas, dólar) más alineados y con la situación fiscal en vías de corrección. Sin embargo, se verifica en paralelo una situación social de mayor deterioro, niveles de inflación más elevados y la problemática de la deuda latente para los próximos años.



TABLERO MACRO

Variables Mensuales							
Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	-1,0%	-3,8%	-2,3%	ago-19	Pesos Constantes
	Agro	EMAE-Sector Agropecuario	-	6,5%	29,8%	ago-19	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-4,6%	-8,5%	-8,0%	sep-19	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	1,1%	-8,5%	-6,1%	oct-19	Toneladas
	Industria	IPI	-5,0%	-5,1%	-7,8%	sep-19	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	15,0%	-17,7%	-33,3%	oct-19	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados y Mayoristas	-	-7,3%	-12,1%	ago-19	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	-11,7%	-9,6%	oct-19	Pesos Constantes
Empleo y Salarios	Consumo	Confianza del Consumidor	-5,5%	28,8%	3,1%	nov-19	Índice
	Nivel General	Empleo Privado Formal	-2,2%	-2,3%	-2,3%	ago-19	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	0,0%	1,0%	1,7%	ago-19	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,0%	0,5%	0,5%	ago-19	Miles de Trabajadores
Exportaciones	Nivel General	Salario Privado Formal	-	-7,5%	-9,6%	ago-19	Pesos Constantes
	Nivel General	Exportaciones Totales	-	14,1%	5,0%	sep-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	70,2%	26,3%	sep-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	4,8%	2,6%	sep-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	5,9%	-7,1%	sep-19	Millones de Dólares
Importaciones	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	-32,2%	5,9%	sep-19	Millones de Dólares
	Nivel General	Importaciones Totales	-	-14,9%	-26,2%	sep-19	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	-18,6%	-34,3%	sep-19	Millones de Dólares
Monetarias y Financieras	Consumo	Bienes de Consumo	-	-17,4%	-28,6%	sep-19	Millones de Dólares
	Precios	IPC Nacional	5,0%	53,8%	37,8%	sep-19	Índice de Precios
	Dólar Mayorista	Dólar Mayorista	3,6%	57,7%	74,7%	oct-19	Pesos por Dólar
		Índice Merval	13,2%	8,3%	12,5%	oct-19	Puntos Básicos
		Reservas	-7,3%	-5,1%	11,3%	oct-19	Millones de Dólares
		Prestamos en Pesos	1,3%	-27,5%	-31,3%	oct-19	Pesos Constantes
Prestamos en Dólares (S Privado)		-11,9%	-20,1%	-1,7%	oct-19	Millones de Dólares	
Fiscales	Gasto Primario	-	42,5%	37,9%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Subsidios Económicos	-	-2,8%	36,9%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Gasto Social	-	55,2%	40,9%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Gasto en Infraestructura	-	35,9%	27,9%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Recaudación	-	41,5%	45,7%	sep-19	Pesos Corrientes	
	IVA Neto de Reintegros	-	35,1%	39,6%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Ganancias	-	17,0%	27,2%	sep-19	Pesos Corrientes	
	Seguridad Social	-	32,0%	34,0%	sep-19	Pesos Corrientes	

Variables Trimestrales							
Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	-0,3%	0,6%	-2,5%	II-19	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	46,0%	33,0%	II-19	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	0,0%	-7,7%	-8,8%	II-19	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	1,5%	-18,0%	-21,3%	II-19	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-26,7%	8,5%	-3,4%	II-19	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	30,6%	-13,3%	-20,8%	II-19	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	178,0%	25,8%	30,1%	II-19	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	27,9%	-2,0%	-1,0%	II-19	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.



INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:
Laura Pederiva Economista a Cargo Santiago Giraud

Visite nuestra página web: www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. economia@crea.org.ar
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación